

УДК 65.014

**Зарубєєва Н. В.,**

Донецький національний технічний університет

**ВПЛИВ ЗМІНИ СТРУКТУРИ БАЛАНСУ НА РИНКОВУ ВАРТІСТЬ ПІДПРИЄМСТВА**

**Зарубєєва Н. В. Вплив зміни структури балансу на ринкову вартість підприємства.** У статті розглянуто особливості впливу управлінських рішень на елементи структури балансу та зміна його ринкової вартості в наслідок цього. Відокремлено та розраховано множник зміни економічної доданої вартості та запропоновано його використання для оцінки ефективності впровадження управлінських заходів.

**Зарубеева Н. В. Влияние изменения структуры баланса на рыночную стоимость предприятия.** В статье рассмотрены особенности влияния управленческих решений на элементы структуры баланса и как следствие, изменения его рыночной стоимости предприятия. Выделено и рассчитано множитель изменения экономической добавленной стоимости и предложено его использование для оценки эффективности внедрения управленческих мероприятий. Выделено и рассчитано множитель

**Zarubeeva N. Effects of changes of financial statement structure on the market value of a business.** The article is concerned with the effects of management decisions on the elements of the financial statement structure and consequent changes in the market value of a business. The change factor of the economic added value was found and calculated and suggested for assessment of efficiency of implementation of managerial efforts.

**Постановка проблеми.** Для задач оптимізації поведінки фірми в умовах невизначеності важливу роль відіграє встановлення критерію оптимальності. Таким критерієм може бути досягнення основної мети функціонування приватного підприємства – збільшення добробуту його власників, яка реалізується через зростання ринкової вартості. Використання зміни ринкової вартості для оцінки управлінських рішень щодо джерел залучення коштів та структури їх використання є важливим напрямом економічних досліджень.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Підхід, який ґрунтується на оцінці впливу заходів на зміну ринкової вартості підприємства, дістав назву VB-менеджменту (Value Based Management). Фундаментальні праці щодо вартісного підходу оцінки управлінських рішень представлені закордонними та вітчизняними науковцями, а саме Р.Э. Келлі, Т. Коллером, Т. Коуплендом, С. Майєрсом, М. Міллером, Ф. Модільяні, А.Г. Грязновой, С.А. Смоляка, Терещенка О.О., Мозенкова О.В. Калюжного В.В. та ін.

**Мета статті.** Розробка механізму оцінки відхилення ринкової вартості промислового підприємства у зв'язку зі зміною структури джерел залучення коштів та вкладення їх в активи.

**Викладення основного матеріалу.** 200 років досліджень в царині економіки та фінансів вказують на те, що соціальний добробут максимізується коли всі фірми в економіці прагнуть максимізувати власну ринкову вартість. Цей висновок не є абсолютним, особливо в умовах монополій. Проте, незважаючи на різноманіття цілей, досягнення яких є критерієм прийняття рішень менеджерів, максимізація вартості є досить важливим показником, оскільки найбільшою мірою сприяє максимізації суспільного добробуту [1].

Зважаючи на це, сфера інтересів в управлінні фінансами підприємства пересунулася наприкінці XX сторіччя до управління ринковою вартістю. Це пов'язано з тим, що власник, який зацікавлений в успішному функціонуванні підприємства у довгостроковій перспективі частину створеної вартості не вилучає у вигляді дивідендів, а залишає в обігу підприємства. Такі дії дають змогу збільшити його вартість, але не обов'язково призводять до збільшення прибутку. Закордонні науковці розробили низку моделей, за допомогою яких оцінюється ринкова вартість підприємства. Є спроби адаптувати ці моделі до вітчизняних умов, але нерозвинутий фондовий ринок, обмеженість інформації та специфічні умови господарювання майже не дали до сього часу високих результатів.

О.О. Терещенко в своїх працях називає наступні випадки, у яких виникає необхідність оцінки вартості підприємства: під час інвестиційного аналізу у ході прийняття рішень про доцільність інвестування коштів; у ході реорганізації підприємства; у разі банкрутства та ліквідації; у разі продажу підприємства як цілісного майнового комплексу; у разі застави майна та при визначені кредитоспроможності; у процесі санаційного аудиту та визначені санаційної спроможності; під час приватизації державних підприємств [2]. Вважаємо що є підстави використання вищезазначеного показника і для оцінки управлінських рішень щодо джерел залучення коштів в діяльність підприємства та напрямів їх використання.

Зараз існує три методичних підходу до оцінювання ринкової вартості підприємства – витратний (майновий), дохідний та ринковий (порівняльний). Кожен з них має свої переваги та недоліки, крім того вибір того чи іншого підходу залежить від наявності інформації та мети оцінювання вартості. Вважаємо, що для прийняття управлінських рішень доцільно застосовувати саме дохідний підхід. Основні методи, які до нього відносяться: економічна додана вартість (*EVA*); ринкова додана вартість (*MVA*); метод дисконтування грошових потоків (*DCF*); модель Едвансу-Белла-Ольсону (*EBO*); метод аналізу додаткової вартості власного капіталу (*SVA*); модель управління дохідності грошового потоку від інвестицій (*CFROI*); вільний грошовий потік підприємства (*FCF*); грошовий потік, доступний власникам після розрахунків за борговими зобов'язаннями (*FCFE*); концепція економічної маржі (*EM*); модель реальних опціонів Блеку-Шоулза (*OPT*) та ін.

Методи оцінки ринкової вартості підприємства суттєво відрізняються один від одного як за показниками, які використовуються для оцінки, так і за результатами, які можна одержати. Деякі з них неможливо застосовувати для підприємств, акції яких не обертаються на вільному ринку цінних паперів (*SVA*, *EBO*, *OPT*). Статичні методи не враховують змінювання зовнішніх та внутрішніх умов функціонування (*DCF*, *FCF*, *FCFE*). Окремі методи потребують застосування великої кількості коефіцієнтів для коригування (*EVA*, *OPT*). Деякі науковці та практики навіть пропонують використовувати різні методи одночасно.

На основі дослідження складових, які використовуються для оцінки ринкової вартості підприємства на основі дохідного підходу, є підстави вважати, що джерела залучення коштів та структура активів, в які вони вкладені суттєво впливають на ринкову вартість підприємства. Структура джерел коштів та напрями їх вкладення відображені в балансі підприємства. Вважаємо, що можна дослідити вплив структури балансу на ринкову вартість підприємства. Враховуючи наявність інформації нами запропоновано, для цього використовувати показник зміни економічної доданої вартості (*EVA*).

Будь яке управлінське рішення супроводжується зміною структури балансу, це впливає на ринкову вартість підприємства та призводить до її зміни. Таким чином можна дослідити вплив управлінського рішення на ринкову вартість (рис. 1).

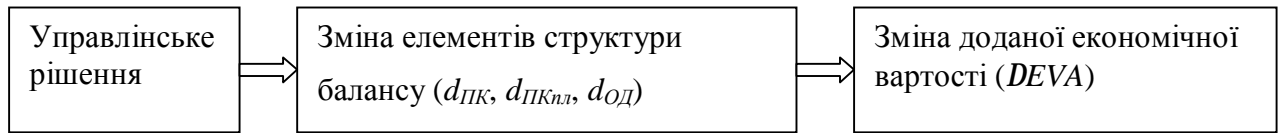


Рис. 1. Вплив управлінських рішень на зміну EVA

Елементами структури балансу, які змінюються в результаті прийняття рішення для активів: питома вага коштів, які приймають участь в операційній діяльності підприємства ( $d_{ОД}$ ); питома вага фінансових інвестицій ( $1 - d_{ОД}$ ). Для джерел коштів: питома вага позикових коштів ( $d_{ПК}$ ); питома вага власних коштів ( $1 - d_{ПК}$ ); питома вага позикових платних коштів ( $d_{ПКпл}$ ) (табл. 1).

Таблиця 1

**Питома вага елементів структури балансу коксохімічних підприємств України**

Коксохімічні підприємства України (заводи)	Позикові кошти					Позикові платні кошти					Кошти в операційній діяльності				
	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2005	2006	2007	2008	2004	2005	2006	2007	2008
Авдіївський	0,54	0,54	0,40	0,40	0,48	0,30	0,34	0,19	0,12	0,05	0,50	0,34	0,40	0,60	0,79
Алчевський	0,57	0,68	0,55	0,41	0,48	0,11	0,10	0,11	0,08	0,05	0,97	0,97	0,92	0,91	0,94
Баглійкокс	0,60	0,68	0,64	0,65	0,65	0,01	0,03	0,02	0	0	1	1	0,92	0,85	0,91
Дніпро-дзержинський	0,56	0,46	0,20	0,29	0,39	0,04	0,01	0	0	0	1	1	1	1	1
Дніпрококс	0,49	0,69	1,24	1,02	0,55	0,04	0	0	0	0	1	1	0,85	0,76	0,87
Донецькокс	0,21	0,16	0,06	0,03	0,09	0,01	0	0	0	0	0,90	0,88	0,86	0,78	0,81
Єнакієвський	0,62	0,64	0,69	0,72	0,79	0,29	0,30	0,23	0,21	0,16	0,94	0,94	0,96	0,98	0,97
Запоріжкокс	0,58	0,43	0,40	0,43	0,55	0,05	0,01	0	0	0	0,98	0,94	0,93	0,93	0,95
Макіївкокс	0,43	0,46	0,42	0,43	0,63	0	0,02	0,02	0,06	0,19	1	1	1	0,99	0,99
Ясинівський	0,44	0,47	0,37	0,23	0,19	0,10	0,14	0,22	0,12	0,02	0,98	0,98	0,97	0,98	0,96

Додана економічна вартість розраховується за формулою (1).

$$EVA = IC (ROIC - WACC) = NOPAT - IC \cdot WACC \quad (1)$$

де  $IC$  – інвестований капітал;

$ROIC$  – рентабельність інвестованого капіталу;

$WACC$  – середньозважені витрати на капітал;

$NOPAT$  – чистий операційний прибуток після оподаткування.

Інвестований капітал – це сукупність коштів, інвестованих у компанію всіма акціонерами і кредиторами. Він розраховується на основі сукупних активів шляхом їх зменшення на суму грошей та їх еквівалентів, короткострокових і довгострокових інвестицій, а також на суму безпроцентних поточних зобов'язань [2, с. 86]. Уточнимо, що у даному випадку річ йде про капітал, інвестований в операційну діяльність підприємства. З цього випливає, що кошти, які не вкладені в операційну діяльність не є операційним активом. Так грошові кошти не є джерелом отримання будь якого

прибутку (операційного, інвестиційного, фінансового), короткострокові та довгострокові інвестиції не є джерелом отримання операційного прибутку, тому що вони генерують фінансовий прибуток.

В цьому дослідженні обстеженню підлягають промислові підприємства, для яких інвестиційна та фінансова діяльність не є основною та здійснюються лише для досягнення певних задач.

$$IC_{on} = A - \Gamma - KI - DI - KZ_{on} \quad (2)$$

Де  $IC_{on}$  – інвестований операційний капітал;

$A$  – сукупні активи (валюта балансу);

$\Gamma$  – грошові кошти та їх еквіваленти;

$KI$  – короткострокові фінансові інвестиції;

$DI$  – довгострокові інвестиції;

$KZ_{on}$  – короткострокові заборгованості, які не викликають процентних витрат.

На основі елементів структури балансу, загальної суми капіталу та ринкової відсоткової ставки

$$IC = K(d_{OD} - d_{PK} + d_{PK_{nl}}) \quad (3)$$

Наступною складовою визначення економічної доданої вартості є вартість капіталу (WACC).

$$WACC = \sum i \cdot d \quad (4)$$

де  $d$  – питома вага елементу структури джерел коштів (капіталу);

$i$  – відповідна вартість джерела коштів.

Вартість позикового та вартість власного капіталу мають різні значення та різні механізми визначення. Так вартість власного капіталу для акціонерного товариства визначається доходністю акцій. В реаліях Української економіки дивіденди по акціям не сплачуються (це пов'язано з тіньовими механізмами перерозподілу створеної вартості на користь власника підприємства). Тому прийнято для оцінки власного капіталу використовувати середню ринкову ставку доходності. На вартість позикового капіталу також впливає багато факторів – термін позики, обсяг кредитних ресурсів, та фінансовий стан підприємства. Але, безумовно, основним є ринкова ставка відсотку. Ставка відсотку залучення власного капіталу та ставка відсотку позикового капіталу ґрунтуються на ринковій ставці. Тому їх значення прирівняні до ринкової ставки відсотку.

Згідно з українським законодавством відсотки за позиковими джерелами коштів виключено з оподаткованого прибутку, що дозволяє зменшити вартість цього джерела коштів. З врахуванням цього формула (4) отримає наступний вигляд:

$$WACC = i(1 - d_{PK}) + i \cdot d_{PK_{nl}} \cdot (1 - T) \quad (5)$$

$i$  – ринкова норма відсотку;

$(1 - T)$  – податковий коректор,  $T$  – ставка податку на прибуток (має вираз десятковим дробом), вираз  $(1 - T)$  з врахуванням діючої ставки оподаткування прибутку набуває значення 0,75.

Таким чином, формула (1) придбає наступний вигляд:

$$EVA = NOPAT - K \cdot i(d_{OD} - d_{PK} + d_{PK_{nl}})(1 - d_{PK} + 0,75d_{PK_{nl}}) \quad (6)$$

Оцінка впливу зміни економічної доданої вартості в результаті зміни структури балансу набере наступний вигляд:

$$\begin{aligned} \Delta EVA = EVA_t - EVA_{(t-1)} = & -K \cdot i(\Delta d_{OD} - \Delta d_{PK} + \Delta d_{PK_{nl}} - \Delta(d_{OD} \cdot d_{PK}) + \\ & + 0,75\Delta(d_{OD} \cdot d_{PK_{nl}}) - 1,75\Delta(d_{PK} \cdot d_{PK_{nl}}) + \Delta d_{PK} \cdot (d_{PK_t} + d_{PK_{(t-1)}}) + \\ & + 0,75\Delta d_{PK_{nl}} \cdot (d_{PK_{nl_t}} + d_{PK_{nl_{(t-1)}}})) = K \cdot i \cdot M_{EVA} \end{aligned} \quad (7)$$

Для прийняття управлінських рішень особливу цінність має не абсолютна ринкова вартість а її зміна в результаті зміни структури балансу. З формули (7) випливає, що таку зміну можна оцінити з допомогою множника структури балансу економічної доданої вартості ( $M_{EVA}$ ). Формула його розрахунку набуває вигляд:

$$\begin{aligned} M_{EVA} = & -(\Delta d_{OD} - \Delta d_{PK} + \Delta d_{PK_{nl}} - \Delta(d_{OD} \cdot d_{PK}) + 0,75\Delta(d_{OD} \cdot d_{PK_{nl}}) - \\ & - 1,75\Delta(d_{PK} \cdot d_{PK_{nl}}) + \Delta d_{PK} \cdot (d_{PK_t} + d_{PK_{(t-1)}}) + 0,75\Delta d_{PK_{nl}} \cdot (d_{PK_{nl_t}} + d_{PK_{nl_{(t-1)}}})) \end{aligned} \quad (8)$$

Вхідні дані для розрахунку множника наведено в табл. 1. Значення множнику ринкової вартості коксохімічних підприємств на основі показника доданої економічної вартості в залежності від структури балансу наведено у табл. 2. Питома вага позикових та позикових платних коштів в структурі джерел залучення коштів, а також питомої ваги коштів, які приймають участь в операційній діяльності підприємства, здійснювався на основі середньорічних показників.

Таблиця 2

**Множник структури балансу зміни економічної доданої вартості коксохімічних підприємств України**

Підприємство	Рік			
	2005	2006	2007	2008
ВАТ «АВДІВСЬКИЙ КОКСОХІМІЧНИЙ ЗАВОД»	0,078	-0,041	-0,080	0,020
ВАТ «Алчевський коксохімічний завод»	0,107	-0,102	-0,121	0,093
ВАТ «Баглійкокс»	0,047	0,007	0,043	-0,021
ВАТ «Дніпродзержинський коксохімічний завод»	-0,076	-0,339	0,136	0,132
ВАТ «Дніпрококс»	0,201	0,002	0,088	-0,139
ВАТ «Донецькокс»	-0,047	-0,147	0,025	0,072
ЗАТ «Єнакієвський коксохімпром»	0,013	0,110	0,036	0,093
ВАТ «Запорожкокс»	-0,094	-0,018	0,033	0,105
ЗАТ «Макіївкокс»	0,014	-0,046	-0,024	0,099
ВАТ «Ясинівський коксохімічний завод»	-0,006	-0,239	-0,096	0,096

Результати розрахунку множника структури балансу зміни економічної доданої вартості, наведені в таблиці 2 показують, що структура балансу здійснює значний вплив на ринкову вартість підприємства. За аналізований період значення множнику варіює від -0,339 до 0,201. Знання особливостей впливу управлінських рішень на структуру балансу та на ринкову вартість дозволяє особі, яка приймає рішення щодо впровадження заходів на підприємстві, заздалегідь визначити їх наслідки. Таким чином множник структури балансу зміни економічної доданої вартості є інструментом оцінки ефективності управління підприємством.

**Висновки.** Ринкова вартість підприємства має важливе значення для багатьох сфер менеджменту. В залежності від наявності інформації та цілі оцінювання застосовуються різні методичні підходи та методи оцінки. Логічний ланцюг, запропонований автором статті, дозволив припустити, що управлінські рішення впливають на структуру балансу, що спричиняє зміну ринкової вартості. Для перевірки цього було обрано показник доданої економічної вартості. В результаті вдалося виділити множник впливу структури балансу підприємства на зміну його ринкової вартості. Розрахунок множнику показує, що його вплив є суттєвим для коксохімічних підприємств України. Таким чином, застосування виведеного множнику є дієвим інструментом оцінки ефективності прийняття управлінських рішень.

**Список використаних джерел:**

1. Jensen M/ (2001): Value Maximization Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function// J. of Applied Corporate Finance. Vol. 14 №3.
2. Терещенко О.О. Управління фінансовою санацією підприємства. – К.: КНЕУ, 2006. Смоляк С.А. Критерии оптимального поведения фирмы в условиях неопределенности// Экономика и математические методы, 2005, том 41, №3, с.39 – 53.
3. Мозенков О.В. Калюжний В.В. Ринкова вартість компаній у системі захисту корпоративних прав держави// Фінанси України. – 2009. – №2. – с. 82 – 99.
4. Н.В. Зубанов. Анализ устойчивости относительно поставленной цели как один из подходов к описанию функционирования организации в условиях неопределенности. Монография, Самара, 2001.
5. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление: Пер. с англ.. – 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2007.

**Ключові слова:** ринкова вартість, економічна додана вартість, структура балансу, управлінське рішення, множник зміни вартості, коксохімія